

► **事件：2024年7月26日，公司发布2024年半年报。**2024H1，公司实现营业收入249.77亿元，同比增长10.1%，实现归母净利润16.21亿元，同比增长7.6%，实现扣非归母净利润16.76亿元，同比增长12.6%。单季度看，2024Q2，公司实现营业收入140.0亿元，同比增长26.0%，环比增长27.6%，实现归母净利润8.84亿元，同比增长6.9%，环比增长19.9%，实现扣非归母净利润9.6亿元，同比增长17.5%，环比增长34.2%。扣非归母净利润符合我们预期。

► **2024H1公司实现归母净利润16.21亿元，同比增长1.14亿元。**拆分来看，增利项主要是毛利同比增长15.13亿元，毛利增长主要得益于公司产品量价齐升。①**价格：公司主要金属品种价格上涨。**2024H1铜价同比增长10.2%至8万元/吨，铅锌价格分别同比增长11.8%和0.9%至1.71和2.22万元/吨；②**量：公司主要产品产销量持续增长。**矿山端来看，铜精矿产量较上年同比增长42%，钼精矿较上年同比增长39%，铁精粉较上年同比增长17%。冶炼端来看，电解铜产量121,548吨，较上年同比增长44%。减利项主要为投资收益同比减利3.37亿元，或为存货套期保值过程中产生的账面亏损，资产减值损失同比减利2.56亿元，或为改扩建项目减值，包括西豫金属环保升级及多金属综合循环利用改造项目以及双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程等；营业外支出同比增加1.76亿元，主要为罚款及违约金的一次性支出增加；少数股东损益同比减利3.89亿元，或为玉龙铜矿盈利增长导致少数股东分享更多收益。

► **分子公司来看，矿山利润同比大幅增长，冶炼亏损拖累整体盈利。**矿山端来看，主要铜矿公司均录得利润正增长。其中玉龙铜业2024H1净利润同比大幅增长51%至25.5亿元，主要得益于玉龙一二期技改投产后铜钼产量逐步爬坡，铜价同比也录得增长，量价齐升下盈利大幅增长；西部铜业目前在进行多金属选矿（二选）技改工程，建成后铅锌选矿处理能力将达到150万吨/年，由于技改或导致上半年产销量受到影响，因此尽管铜钼铅锌价格均有所增长，但盈利仅同比增长3%。铅锌矿山公司鑫源矿业2024H1净利润同比增长66%至1.27亿元，主要或得益于铅锌价格同比上涨。**冶炼端来看，铜冶炼企业业绩大幅下滑拖累整体盈利。**由于去年底以来出现多个铜矿山减停产事件，铜精矿供应紧张，铜现货冶炼加工费大幅回落，目前在低位运行。因此铜冶炼公司西部铜材净利润同比减少68%至36万元，青海铜业更是由盈利转为亏损，2024H1亏损1.2亿元。

► **盈利预测与投资建议：**公司获各琦铜矿贡献稳定产量，玉龙铜矿技改贡献增量，同时玉龙三期、双利铁矿露转地等项目仍在推进中。随着新建项目逐步投产，我们预计2024-2026年公司将实现归母净利36.71亿元、42.21亿元、49.02亿元，对应7月26日收盘价的PE为10x、9x和7x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进度不及预期，分红比例下调，铜铅锌锂等金属价格下跌等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,748	48,846	50,216	53,840
增长率(%)	6.2	14.3	2.8	7.2
归属母公司股东净利润(百万元)	2,789	3,671	4,221	4,902
增长率(%)	-18.4	31.6	15.0	16.2
每股收益(元)	1.17	1.54	1.77	2.06
PE	13	10	9	7
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年7月26日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

15.28元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

## 相关研究

- 西部矿业(601168.SH)2024年一季度点评：业绩稳步释放，期待玉龙技改项目满产-2024/04/20
- 西部矿业(601168.SH)2023年年报点评：Q4业绩略低于预期，期待玉龙扩建放量-2024/03/17
- 西部矿业(601168.SH)动态报告：Q3扣非归母净利润稳中有增，玉龙技改圆满投产-2023/11/11

# 目录

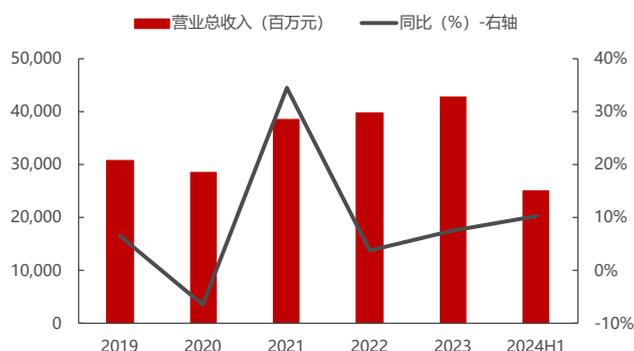
<b>1 事件：公司发布 2024 年半年报</b>	<b>3</b>
<b>2 分析：业绩稳健增长，期待玉龙三期投产</b>	<b>4</b>
2.1 2024H1：主要产品量价齐升，业绩同比稳健增长	4
2.2 分子公司来看：矿山利润同比大幅增长，冶炼亏损拖累整体盈利	5
2.3 项目扩产持续推进，期待玉龙三期投产	6
<b>3 盈利预测与投资建议</b>	<b>7</b>
<b>4 风险提示</b>	<b>8</b>
<b>插图目录</b>	<b>10</b>
<b>表格目录</b>	<b>10</b>

## 1 事件：公司发布 2024 年半年报

2024 年 7 月 26 日，公司发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现营业收入 249.77 亿元，同比增长 10.1%，实现归母净利润 16.21 亿元，同比增长 7.6%，实现扣非归母净利润 16.76 亿元，同比增长 12.6%。

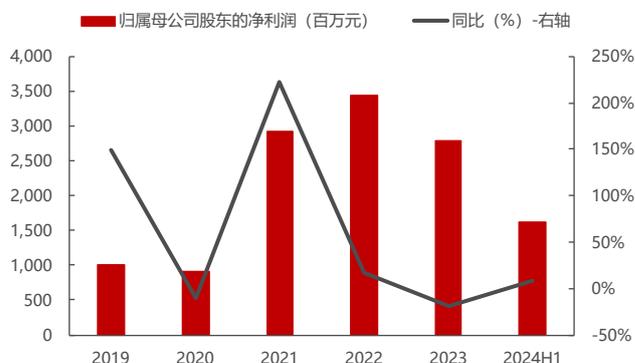
单季度看，2024Q2，公司实现营业收入 140.0 亿元，同比增长 26.0%，环比增长 27.6%，实现归母净利润 8.84 亿元，同比增长 6.9%，环比增长 19.9%，实现扣非归母净利润 9.6 亿元，同比增长 17.5%，环比增长 34.2%。扣非归母净利润符合我们预期。

图1：2024H1 公司实现营业收入 249.77 亿元，同比增长 10.1%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024H1 公司实现归母净利润 16.21 亿元，同比增长 7.6%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q2 公司实现营业收入 140 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q2 公司实现归母净利润 8.84 亿元



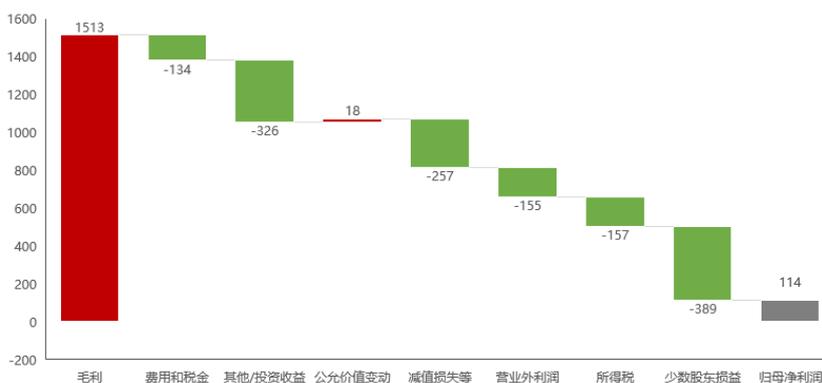
资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 分析：业绩稳健增长，期待玉龙三期投产

### 2.1 2024H1：主要产品量价齐升，业绩同比稳健增长

2024H1 公司实现归母净利润 16.21 亿元，同比增长 1.14 亿元。拆分来看，增利项主要是毛利同比增长 15.13 亿元，毛利增长主要得益于公司产品量价齐升。减利项主要为投资收益同比减利 3.37 亿元，或为存货套期保值过程中产生的账面亏损，资产减值损失同比减利 2.56 亿元，或为改扩建项目减值，包括西豫金属环保升级及多金属综合循环利用改造项目以及双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程等；营业外支出同比增加 1.76 亿元，主要为罚款及违约金的一次性支出增加；少数股东损益同比减利 3.89 亿元，或为玉龙铜矿盈利增长导致少数股东分享更多收益。

图5：2024H1 业绩同比变化拆分（单位：百万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

毛利同比增长主要得益于：

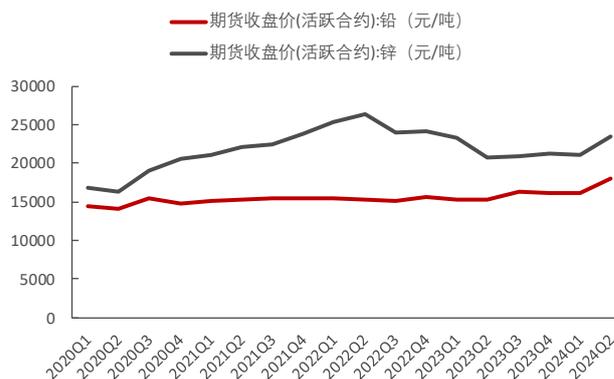
- ① 公司主要金属品种价格上涨。2024H1 铜价同比增长 10.2%至 8 万元/吨，铅锌价格分别同比增长 11.8%和 0.9%至 1.71 和 2.22 万元/吨。

图6：2024H1 铜价同比增长 10.2%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2024H1 铅锌价格分别同比增长 11.8%和 0.9%



资料来源：ifind，民生证券研究院

- ② **公司主要产品产销量持续增长。**矿山端来看，铜精矿产量较上年同比增长 42%，钼精矿较上年同比增长 39%，铁精粉较上年同比增长 17%。冶炼端来看，电解铜产量 121,548 吨，较上年同比增长 44%，其中，青海铜业生产电解铜 85,324 吨，较上年同比增长 53.95%，西部铜材生产电解铜 34,022 吨，较上年同比增长 29.26%。锌锭产量 60,620 吨，较上年同比增长 6%。盐湖化工企业积极投身盐湖资源开发利用，生产高纯氢氧化镁 58,919 吨，完成计划的 58.92%。

**表1：公司 2024H1 产量的计划完成率与同比变化情况**

产品名称	单位	2024H1 计划	2024H1 实际	计划完成率	同比
铜精矿	金属吨	75,942	85,235	112%	41.9%
锌精矿	金属吨	50,575	53,009	105%	-12.1%
铅精矿	金属吨	23,323	28,139	121%	-9.4%
钼精矿	金属吨	1,903	1,926	101%	39%
铁精粉	吨	666,901	642,303	96%	16.7%
精矿含金	千克	117	101	86%	-11.4%
精矿含银	千克	58,621	69,328	118%	16.7%
锌锭	吨	59,118	60,620	103%	6.0%
电解铜 (含湿法铜)	吨	96,786	121,548	126%	44.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**除了项目投产带来的产量增长外，主要产品产量提升还得益于回收率提升。**

四川鑫源呷村银多金属矿一选厂铜铅锌综合回收率提升 2.44 个百分点，金回收率提升 2.73 个百分点，银回收率提升 4.19 个百分点。西藏玉龙铜矿一车间钼回收率提升 0.98 个百分点，二车间投产后各项指标达到设计标准。新疆瑞伦铜镍矿镍回收率提升 2.61 个百分点，铜回收率提升 2.69 个百分点。各项技术指标的有效提升为推动公司产业升级、技术进步奠定了坚实基础。

## 2.2 分子公司来看：矿山利润同比大幅增长，冶炼亏损拖累整体盈利

**矿山端来看，主要铜矿公司均录得利润正增长。**其中玉龙铜业 2024H1 净利润同比大幅增长 51%至 25.5 亿元，主要得益于玉龙一二期技改投产后铜钼产量逐步爬坡，铜价同比也录得增长，量价齐升下盈利大幅增长；西部铜业目前在进行多金属选矿（二选）技改工程，建成后铅锌选矿处理能力将达到 150 万吨/年，由于技改或导致上半年产销量受到影响，因此尽管铜铅锌价格均有所增长，但盈利仅同比增长 3%。铅锌矿山公司鑫源矿业 2024H1 净利润同比增长 66%至 1.27 亿元，

主要或得益于铅锌价格同比上涨。

**冶炼端来看，铜冶炼企业业绩大幅下滑拖累整体盈利。**由于去年底以来出现多个铜矿山减停产事件，铜精矿供应紧张，铜现货冶炼加工费大幅回落，目前在低位运行。因此铜冶炼公司西部铜材净利润同比减少 68%至 36 万元，青海铜业更是由盈利转为亏损，2024H1 亏损 1.2 亿元。

**表2：主要控股参股公司净利润情况（单位：万元）**

单位名称	与本公司关系	业务性质	持股比例 (%)	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	同比
玉龙铜业	控股子公司	铜矿采选冶	58	126392	180443	169031	254847	51%
西部铜业	全资子公司	铜铅锌矿采选	100	28426	16774	16983	17552	3%
鑫源矿业	控股子公司	铅锌矿采选	76	14376	15472	7645	12706	66%
西部铜材	全资子公司	铜冶炼	100	419	-1714	114	36	-68%
青海铜业	全资子公司	铜冶炼	100	3239	-17238	1516	-11951	-888%
青海湘和	全资子公司	锌冶炼	100	-	-	456	1950	328%
西矿财务	控股子公司	金融服务	60	10963	9776	5709	9937	74%
西矿上海	全资子公司	贸易	100	1636	-271	137	-2157	-1674%
西矿香港	全资子公司	贸易	100	150	183	662	236	-64%
吉乃尔锂资源	联营公司	锂资源开发	27		101610	32857	37152	13%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.3 项目扩产持续推进，期待玉龙三期投产

**矿山端，铜矿方面**，玉龙铜业按计划开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，目前已完成《三期工程开发利用方案》等九项报告编制并取得评审意见。**铁矿方面**，双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程总体施工形象进度与计划进度持平，正在持续推进。**铅锌方面**，西部铜业多金属选矿（二选）技改工程建成后，铅锌选矿处理能力将达到 150 万吨/年。

**冶炼端，西部铜材节能环保升级改造**项目正按照既定时间节点向前推进，目前项目建设已进入冲刺阶段，项目建成后将增加 10 万吨电解铜产能；**西豫金属环保升级及多金属综合循环利用改造**项目是青海省“十四五”规划重点项目，也是公司形成铜铅锌一体化冶炼系统，推动区域双循环经济体系建设的关键工程。**青海湘和锌湿法冶金多金属回收及资源综合化利用绿色提质节能升级改造**项目将持续开展系统挖潜工作，通过增加氧化锌替代锌焙砂、回收镉金属等工艺，增加公司效益。以上各项工程项目正在按照计划正常推进，预计下半年试生产。

### 3 盈利预测与投资建议

公司获各琦铜矿贡献稳定产量，玉龙铜矿技改贡献增量，同时玉龙三期、双利铁矿露转地等项目仍在推进中。随着新建项目逐步投产，我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 36.71 亿元、42.21 亿元、49.02 亿元，对应 7 月 26 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 7x，维持“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 项目进度不及预期的风险。**公司仍有部分在建工程,若项目进展不及预期,或将影响公司产销量增长,进而影响公司利润释放。

**2) 分红比例下调的风险。**公司当前分红率维持在 40%以上,若后续扩产需要资金量提升,分红比例下降,或对公司投资价值产生不利影响。

**3) 铜铅锌锂等金属价格下跌的风险。**公司主要金属产品种类丰富,若对应金属品种价格下跌,将对公司盈利产生不利影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,748	48,846	50,216	53,840
营业成本	35,036	38,544	39,300	40,755
营业税金及附加	739	879	904	969
销售费用	32	39	38	42
管理费用	911	1,026	1,055	1,131
研发费用	574	586	603	646
EBIT	5,513	7,772	8,317	10,298
财务费用	822	817	815	836
资产减值损失	-55	-241	-24	-8
投资收益	322	-244	251	269
营业利润	5,085	6,568	7,825	9,828
营业外收支	-366	-150	0	0
利润总额	4,719	6,418	7,825	9,828
所得税	486	770	1,017	1,376
净利润	4,233	5,648	6,807	8,452
归属于母公司净利润	2,789	3,671	4,221	4,902
EBITDA	7,637	10,039	10,624	12,658

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	7,697	12,155	19,578
应收账款及票据	639	1,071	977	1,051
预付款项	66	141	137	134
存货	3,162	3,556	3,832	3,941
其他流动资产	2,107	2,792	2,640	2,739
流动资产合计	11,410	15,257	19,741	27,442
长期股权投资	4,369	4,369	4,369	4,369
固定资产	22,595	22,498	22,125	21,578
无形资产	6,421	6,663	6,903	7,142
非流动资产合计	40,657	40,155	39,285	38,383
资产合计	52,067	55,411	59,026	65,826
短期借款	5,667	3,426	1,776	623
应付账款及票据	2,915	3,723	3,754	3,823
其他流动负债	6,767	7,012	7,017	7,092
流动负债合计	15,349	14,160	12,546	11,538
长期借款	13,595	15,595	17,016	19,371
其他长期负债	2,779	2,665	2,665	2,665
非流动负债合计	16,374	18,261	19,681	22,036
负债合计	31,723	32,420	32,227	33,575
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	5,075	7,052	9,639	13,189
股东权益合计	20,344	22,991	26,799	32,251
负债和股东权益合计	52,067	55,411	59,026	65,826

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.24	14.26	2.81	7.22
EBIT 增长率	-4.01	40.98	7.02	23.82
净利润增长率	-18.38	31.61	14.97	16.15
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.04	21.09	21.74	24.30
净利润率	9.90	11.56	13.56	15.70
总资产收益率 ROA	5.36	6.62	7.15	7.45
净资产收益率 ROE	18.27	23.03	24.60	25.72
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.74	1.08	1.57	2.38
速动比率	0.52	0.81	1.25	2.01
现金比率	0.35	0.54	0.97	1.70
资产负债率 (%)	60.93	58.51	54.60	51.01
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.48	2.00	2.13	2.14
存货周转天数	32.94	36.04	35.59	35.30
总资产周转率	0.82	0.88	0.85	0.82
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.17	1.54	1.77	2.06
每股净资产	6.41	6.69	7.20	8.00
每股经营现金流	2.62	3.61	4.10	4.76
每股股利	1.40	1.26	1.26	1.26
<b>估值分析</b>				
PE	13	10	9	7
PB	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.05	5.10	4.38	3.19
股息收益率 (%)	9.16	8.24	8.24	8.24

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,233	5,648	6,807	8,452
折旧和摊销	2,124	2,268	2,307	2,360
营运资金变动	-962	-790	40	-103
经营活动现金流	6,239	8,606	9,779	11,337
资本开支	-2,879	-1,906	-1,460	-1,467
投资	-1,045	-31	-31	-31
投资活动现金流	-3,072	-2,181	-1,240	-1,229
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,615	-317	-229	1,202
筹资活动现金流	-3,668	-4,163	-4,082	-2,686
现金净流量	-499	2,261	4,458	7,422

## 插图目录

图 1: 2024H1 公司实现营业收入 249.77 亿元, 同比增长 10.1% .....	3
图 2: 2024H1 公司实现归母净利润 16.21 亿元, 同比增长 7.6% .....	3
图 3: 2024Q2 公司实现营业收入 140 亿元 .....	3
图 4: 2024Q2 公司实现归母净利润 8.84 亿元 .....	3
图 5: 2024H1 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元) .....	4
图 6: 2024H1 铜价同比增长 10.2% .....	4
图 7: 2024H1 铅锌价格分别同比增长 11.8%和 0.9% .....	4

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司 2024H1 产量的计划完成率与同比变化情况 .....	5
表 2: 主要控股参股公司净利润情况 (单位: 万元) .....	6
公司财务报表数据预测汇总 .....	9

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026